

# 將對境外人幣徵存準金 料抽水2000億 人行再出招逼離岸空軍

人民幣匯率波動加劇，中國人民銀行傳再出招打擊沽空人民幣活動。據悉，中國人民銀行以加急形式，向各銀行下發通知，稱將自下周一（25日）起對境外人民幣業務參加行存放境內代理行人民幣存款執行正常存款準備金率，即境內代理行執行現行法定存準金率。據估算，若按20%徵收存款準備金，則將有2000多億元（人民幣，下同）徵收規模。德國商業銀行駐新加坡經濟學家周浩稱，人行此舉意在短期內提高CNH（離岸人民幣）利率，進一步增加做空離岸人民幣的成本。

大公報記者 趙慧中

外媒昨日援引三位消息人士透露上述消息。人行相關文件並指，此舉是為防範宏觀金融風險，促進金融機構穩健經營。一家外資行人士稱：「境外人民幣有很大一部分存在清算行，這樣將直接推高CNH funding（離岸人民幣交易），管住內地銀行利用海外分支機構結匯，並以人民幣匯入內地，進而推高做空離岸人民幣成本。」

## 推高做空離岸成本

過去離岸人幣參加行，並無實施存準率做法。一家大型銀行財資主管估計，人行此舉是調控離岸外匯市場及資金池，分離離岸與在岸貨幣市場，增加投機炒賣成本，但即使是純商業支付，銀行亦需預留一些額外存款在清算行帳戶內備用，故傳聞若屬實，商業用戶亦會受影響。

興業銀行首席經濟學家魯政委則表示，與外幣流入需結匯才能完成境內貨幣「發行」不同，境外人民幣存放境內，除非嚴格的帳戶隔離，否則，其自動就成為增發的「境內」貨幣，照現行規則，本來就需視為境內貨幣，繳納準備金只是成文法列舉方式下的補漏洞而已。

魯政委進一步指出，在海外對境內的貶值預期下，導致人民幣回流過多，有助於提高其回流套利成本。

## 三類帳戶應徵收存準金率

早在2014年12月，人行就曾稱：「經過一年多的準備工作，相關技術條件已經具備」，並於當時發布通知，規定將境外金融機構在境內金融機構存放納入存款準備金交付範圍，不過當時將適用存款準備金率暫定為零。

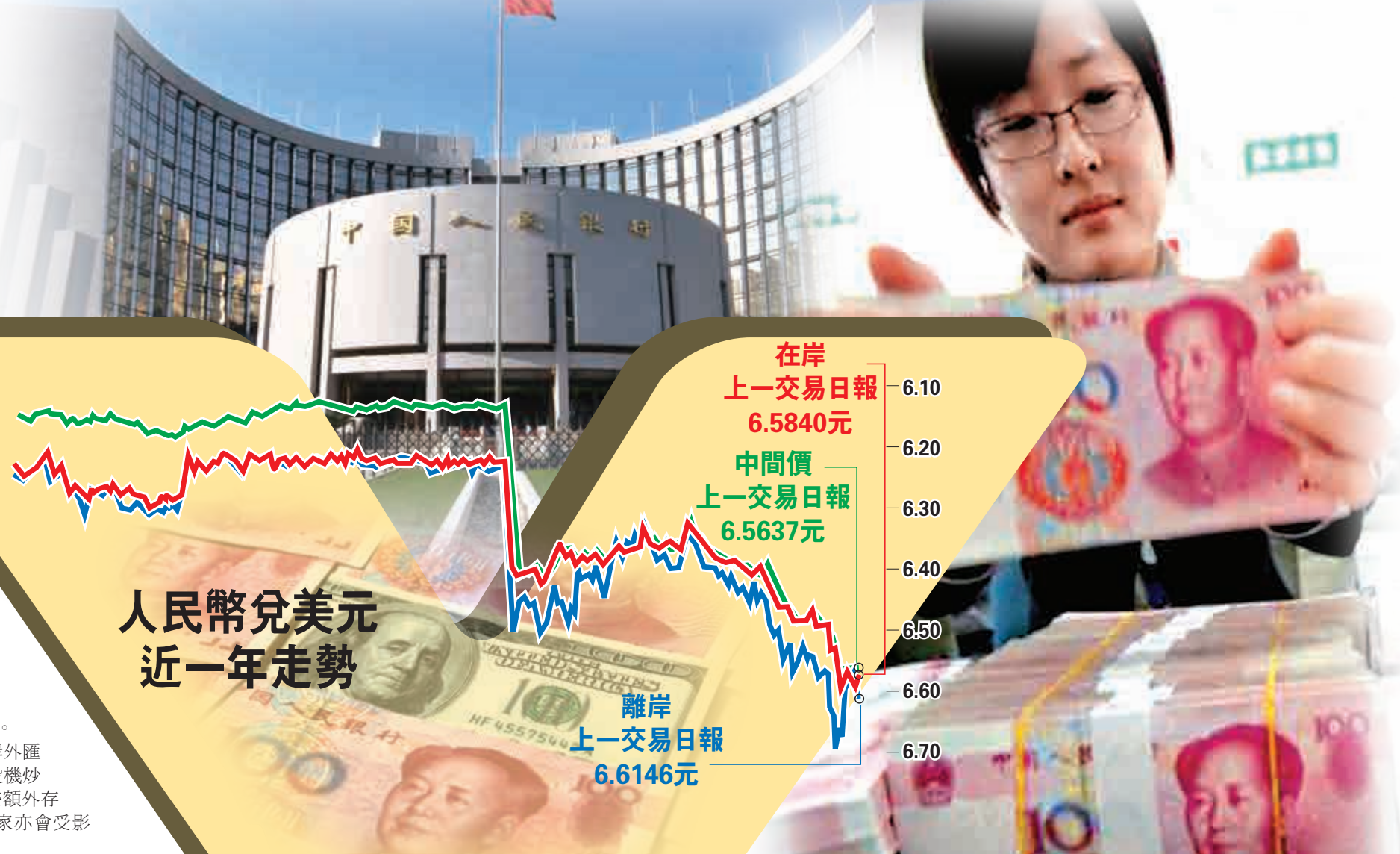
相關文件指，有三類帳戶應徵收存款準備金率：境內代理行代理的境外人民幣；港澳人民幣業務清算行存放境內母行清算帳戶人民幣存款；其他人民幣業務清算行存放境內母行清算帳戶人民幣存款。據悉，存款準備金率設立，是人行調控市場流動資金鬆緊工具，按季付息。經去年四次降準後，內銀存準率現為17.5%，即銀行每收取100元存款，17.5元要存入人行；中小銀行為15%左右。

## 對匯率影響待觀察

國信證券首席宏觀分析師董德志指出，境外人民幣業務參加行存放在境內的人民幣存款估算約1.3萬億元，若按20%徵收存款準備金，則將有2000多億元徵收，對境內銀行間流動性收緊有負面影響。是次針對的本幣政策調整與境內機構一樣對人民幣存款一視同仁，但對人民幣匯率影響幾何尚不可知。

在人民幣日前暴跌後，市場傳言人行上周末出手，驟然收緊離岸人民幣流動性，組合拳效果顯著。

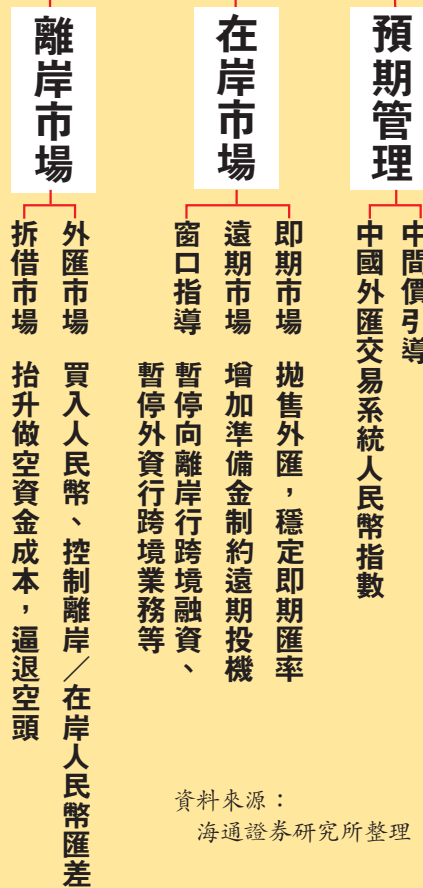
周一、二兩天，離岸人民幣大漲近千點，曾一度被拉大至2000點的在岸、離岸匯差縮小至百點上下甚至倒掛。截至上周五收盤，在岸和離岸人民幣分別報6.5840元和6.6146元，匯差為306點。



### 人民幣兌美元 近一年走勢

1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 1月 | 2015年 | 2016年

## 人行保衛人民幣招式



## 人行保衛人民幣措施

資料來源：海通證券研究所整理

## 三類應收存款準備金率帳戶

境內代理行應為開立帳戶的全部境外人民幣業務參加行分別設立「參加行人民幣存款準備金」帳戶，用於代理境外人民幣業務參加行交存人民幣存款準備金  
港澳人民幣業務清算行存放中國人民銀行深圳市中心支行和珠海市中心支行清算帳戶人民幣存款的存款準備金率執行外資銀行現行法定存款準備金率  
其他人民幣業務清算行存放境內母行清算帳戶人民幣存款的存款準備金率執行母行現行法定存款準備金率

## 高盛料內地加強資本管制

【大公報訊】記者張帆上海報導：高盛私人財富管理中國區副主席暨首席投資策略師哈繼銘本月16日在上海一個論壇上表示，人民幣匯率方面，中國現在面臨兩難選擇：如果堅持人民幣不貶值，外匯儲備流失的速度會比較快；如果任由其貶值，貶值的速度會比較快，這兩者可能都不是決策者願意看到的。因此，他預計，未來中國政府會加強資本管制，防止外匯儲備大幅流失和資金大量外逃，同時也會讓匯率更具靈活性。

## 去年經濟增速或接近7%

鑒於目前外匯儲備降低，企業承擔的債務負擔加重，中國將來還會進一步降息降準，哈繼銘甚至認為，有必要把存款利率逐漸降為零。數據顯示，目前一年期人民幣存款基準利率為1.5%。

中國將於明日（本月19日）公布去年全年的GDP增速，哈繼銘認為應該接近7%。

他分析稱，傳統思維中的「三駕馬車」已難以依靠。去年，投資增速明顯回落，出口甚至出現負增長，極大地拖累了經濟。而只有消費尚屬穩健，增速在10%到11%左右。因此，從這一意義上說，未來凡是涉及消費的行業，如教育與醫療、養老服務、健身與體育等行業，具有很大投資機會。

至於內地樓市走向，他估計，一線城市樓價還會繼續上漲，但三四線城市庫存很大，樓價上升較難。他認為，現在A股基本面比2000年左右還差，而債市又很貴，這使得投資者的資金無處可去，相當一部分應該還是會流到樓市，尤其是超大城市。

# 穩定人幣匯率 關鍵在離岸市場



## 人民幣觀察

中銀香港資深經濟研究員 戴道華

最近一周離岸市場掀起人民幣兌美元匯率保衛戰，在重挫人民幣空頭投機者，拉升人民幣兌美元匯率離岸價（CNH）的同時，亦帶動了人民幣在岸價（CNY）的回穩。匯率保衛戰的結果顯示，現階段穩定人民幣匯率的關鍵在離岸市場。而從中國外匯儲備減少的原因、干預人民幣在岸與離岸市場的成本差異等方面分析，亦可得出類似的判斷。

## 一、中國外匯儲備持續減少的原因

近期人民銀行公布其官方外匯儲備水平在2015年底為33304億美元，12月單月創減少1079億美元的紀錄。與2014年底時的38430億美元水平相比，中國官方外匯儲備在2015年全年減少的幅度達5127億美元。根據全球已公布的最新數據，目前瑞士持有全球最大的外匯儲備，其規模為5592億美元，中國過去一年

外匯儲備的減幅幾乎達到其總規模。

中國外匯儲備的減少有部分原因是估值的因素，即其中的非美元組合因為美元升值而在以美元計價時錄得減值。這一因素的影響相信不小，因為美元在2015年是最強的主要貨幣，根據Bloomberg的統計，它兌全球17隻主要貨幣均錄得升值。如果中國的外匯儲備幣種構成接近一般認為的三分之二為美元、三分之一為非美元的話，估值的影響就可達數百億美元。

另外，為配合「一帶一路」戰略，2015年中國的對外直接投資也顯著增加，購匯的需求也會隨之增加。根據商務部的統計，2015年1至11月中國累計實現對外直接投資1041億美元，同比增加了16%。不過，中國一直吸引著可觀的外來直接投資，2015年1至11月中國累計實際使用的FDI有1140億美元，兩者互為抵銷以後，對內/對外直接投資對外匯儲備水平的最終影響應該是很小的。

官方外匯儲備水平下降，如果其中有放寬外匯管制、藏匯於民因素的話，就會反映在非官方的外匯存款增加之上。這一點也是肯定的。根據人民銀行的統計，2015年底金融機構的外匯存款規模有6305億美元，較2014年底5735億美元增加570億美元。不過，比起去年8月份最高水平的6815億美元，其降幅也有510億美元之多，部分外幣存款或者已從中國銀行體系轉走，而人行通過商業銀行來干預人民幣匯率，也會動用部分外幣存款，而且兩者可能有所重疊。本來，2015年中國的出口儘管有所回落，但由於

價格因素進口回落得更快，令1至11月的商品貿易順差達到5391億美元，這些資金如果調回內地，要麼體現在銀行業外幣存款顯著增加之上，要麼結匯後體現在官方外匯儲備的增加上，但上述數據顯示情況並非如此。人民銀行數據顯示金融機構外匯存款在2015年11月底為272148億元人民幣，較2014年底少21942億元人民幣，折合約3500億美元。而央行層面的外匯存款期內也減少15061億元人民幣，就顯示通過貿易順差所賺取的外匯可能大部分留在了海外，並沒有回流/結匯。在內地有資本外流壓力的情況下，未必能對人民幣匯率起到實質的支持作用。據此，相信官方外匯儲備的減少主要是用來作匯市干預，以穩定人民幣匯率。

## 二、離岸市場是穩定人民幣匯率的關鍵

2015年全年計算，CNY的貶值幅度為4.6%，CNH的貶值幅度為5.7%，數以千億美元計的匯市干預能令人民幣兌美元匯率有序貶值，但就不能根本避免貶值。從CNY和CNH的貶值幅度來看，似乎在岸市場的干預效果較離岸市場好，但實際情況可能是離岸市場的干預需要動用更多的外匯儲備，而表面效果卻不如在岸市場。

人民幣外匯交易分在岸和離岸市場兩塊，國際清算銀行（BIS）截至2013年4月較舊的數據顯示，在岸和離岸市場交易量之比為28：72；而根據人民銀行的

人民幣國際化報告，到了2014年，人民幣外匯交易在岸和離岸市場交易量之比為18：82，即離岸市場的交易量增長更快。人民幣出現貶值壓力以來，CNH的貶值幅度比CNY為大，那麼要舒緩同樣程度的貶值壓力，就可能需要在離岸市場投入更多的外匯儲備進行干預。此外，在在岸市場除了常規干預以外，還可以用行政手段限制購匯，因此真正需要動用的外匯儲備也會相對較少。

拋美元、買人民幣的匯市干預理論上會減少市場上人民幣的流動性，提高人民幣的利率，才能有助於穩定匯率，這在資金池不大的離岸市場有較為明顯的體現，例如香港銀行業的人民幣存款在2015年10月為8543億元人民幣，較2014年底少了1493億元人民幣，而CNH Hibor隔夜、1個月和3個月的最新定盤價分別為4.01%、7.46%和6.33%，顯著高於Shibor定盤價的1.96%、3.00%和3.07%。當然，干預購入的人民幣還是會有相當部分停留在離岸市場，而非全數調回內地市場。

在在岸市場，如果購匯的是內地居民和企業，而他們又沒有把外匯資金轉移的話，有關的匯市干預就相當於藏匯於民。另外，相對於內地龐大的人民幣資金池來說，旨在穩定人民幣匯率的匯市干預影響很小，這從內地金融機構人民幣存款在2015年11月高達135.74萬億元人民幣、較2014年底增加21.87萬億元人民幣、Shibor年內也整體趨降就可以看出。據此，未來要穩定人民幣匯率，無論是從干預成本、成效和對人民幣國際化等的影響來看，關鍵還是在離岸市場。